

Rekordlåg volatilitet och bättre bolagsresultat i Q2. OMX och EuroStoxx fortsätter underpresteras S&P500.

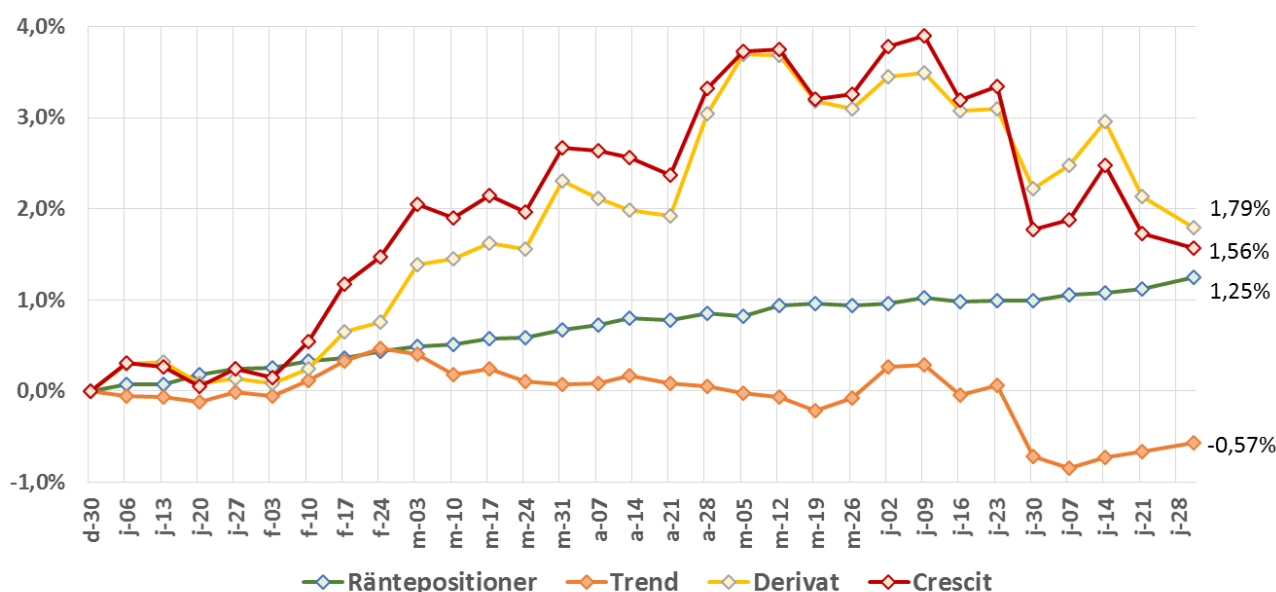
Avkastningen i Crescit minskade med -0,31 %, vilket innebär att avkastningen hittills i år uppgår till +1,53 %. Utav fondens tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog derivaten med negativ avkastning under juli månad, medan ränta och trend bidrog positivt. Trendmodellerna återhämtade sig något efter förra månadens mycket svaga resultat och avkastningen och portföljbidraget uppgick till +0,1 %. På räntesidan var det våra innehav i högavkastande obligationer som gick riktigt bra. Derivatens bidrag blev negativt i spåren av att aktiemarknaderna föll kraftigt under de sista 2 veckorna i månaden. Volatiliteten på världens aktiemarknader rörde sig i sidled och på vissa marknader neråt till nya rekordlåga nivåer. På kortare löptider uppvisade den amerikanska volatiliteten extremt låga nivåer under mitten av månaden. Den 21 juli slog VIX-index rekord i "alla tiders lägsta notering" när det under dagen gick ner till 9,30. Indexet noterade samma kväll det lägsta stängningsvärdet sedan i december 1993. Indexet skapades år 1990 och speglar realtidskurserna för de optioner som går mot S&P 500. Det har inte varit så billigt att köpa skydd under de senaste 30 åren som nu. Det faktum att denna rekordlåga volatilitet för aktier fortsätter månad efter månad skapar allt mer oro i sig själv. Trots en närmast perfekt synkroniserad global tillväxt, en expansiv penningpolitik från de stora ekonomierna och därtill massiva balansräkningsexpansioner från både den Europeiska och den Japanska centralbanken har det inte lett till att inflationen visar tecken på att verkligen ta fart. Detta stödjer därmed riskaptiten i jakten på avkastning. Det som krävs för att bryta den låga volatiliteten är troligtvis en uppbyggnad av finansiella obalanser eller en mer rejäl icke-synkroniserad penningpolitisk åtstramning. Det är tydligt att marknaden är på hjälpänn dock, rörelsen den 27:e juli med ett fall på 1 % på en artikel att marknaden är högt värderad och toppen börjar närmar sig (!) påvisar att investerare fingrar på säljknappen. Det faktum att rörelsen återhämtade sig samma dag tyder dock på att det fortfarande finns köpare som letar lägre nivåer att komma in på.

Under juli månad fortsatte den, i juni påbörjade, nedåtgående trenden på börsen i Sverige. Sommarmånaden juli är traditionellt en stark månad på stockholmsbörsen men i år gick den mycket svagt under den andra halvan av månaden och OMX30-indexet tappade slutligen -3,39 % i juli. Det innebär att OMX nu befinner sig på samma nivå som i slutet av januari. Börsen i USA fortsatte dock sin fantastiska resa uppåt och steg med +1,93 % i lokal valuta under månaden. I USA har hittills 80 % av S&P500-bolagen rapporterat Q2-resultat som slagit marknadens förväntningar. Den diskrepans mellan storbolagsindexet OMX30 och det amerikanska S&P 500-indexet som vi under de senaste åren poängterat som onormalt stor utökades i juli ännu mer och uppgår nu till över 7 % bara för i år. Det breda europeiska SX5E-indexet bröt den fallande trenden från tidigare i somras och steg med +0,22 % i juli. Den fortsatt goda utvecklingen för europeiska banker (SX7E) är en direkt följd av stigande marknadsräntor. Indexet steg i juli med över 4 %. Avslutningsvis kan vi konstatera att världsindexet MSCI-World klättrade vidare uppåt under juli beroende på de starka USA-börserna. Brentoljan steg kraftigt under månaden och stängde på 52,72 USD/fat – en uppgång med hela +7,5 % under månaden.

När det gäller centralbankerna och deras agerande är det vedertaget i marknaden att det kommer bli en stramare penningpolitik under de kommande åren. De korta räntorna kommer att långsamt finna sin väg uppåt. Dock gav ECB (Draghi) inga besked om det pågående QE-programmets omfattning och dess framtid vid sitt senaste anförande i slutet av juli. Programmet med 60 miljarder Euro per månad fortsätter därmed till december om inte något överraskande kommer fram på mötet i september. I Sverige steg 10 årsräntan med ytterligare knappt 8 punkter under juli, vilket innebär att den nu är omkring 10 punkter högre än vid årsskiftet. I USA är FED's egna prognos att räntan kommer att höjas ytterligare en gång under innevarande år (troligen i september) och sedan ytterligare 3 gånger under 2018. I skrivande stund prisar marknaden inte in någon höjning för 2017 och bara knappt 2 höjningar för 2018.

ECB har under våren stegvis försökt landa den nya politiken för att kunna påbörja en ny färdriktning under hösten. Nu har dock Euron stärkts mot dollarn med omkring 10 % sedan i våras, vilket definitivt måste ses som ett tilltagande hot mot den återhämtning vi ser i Europa. Troligen innebär denna snabba förstärkning av valutan att ECB håller sig lugna och framöver kommunicerar att man inte vill få en för stark Euro.

I diagrammet (**figur 1**) ses en nedbrytning av respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift. Som helhet blev juli månad glädjande för vår treddel efter flera svåra månader under våren med negativa avkastningar. Vårt beslut att under senare delen av förra året vikta ner rena CTA-fonder i treddelen och ersätta dem med andra typer av trendmodeller samt modeller som återgår till sitt medelvärde efter avvikande rörelser har varit lyckosamt. Det faktum att vi till följd av rekordlåg volatilitet sålt färre barriäroptioner än normalt, har också gjort att trendmodellernas vikt är nere på en låg nivå. Trendmodellernas aggregerade avkastning under månaden var +0,6 %, vilket innebär att den stod för ett bidrag på drygt +0,1 % i fonden. Vinsterna i treddelen under månaden genererades främst inom aktiesegmentet då modellerna låg positionerade för stigande börser i framförallt Asien och USA. Bidraget från treddelen är hittills under året fortsatt negativ, -0,57 %. Exponeringen vi har mot olika trendmodeller minskar över tid risken i fonden, särskilt under de perioder när volatiliteten är som allra störst, men samtidigt är vi väldigt noggranna med vilken vikt vi har exponerat mot treddelen i olika scenarion. Dessa scenarion varierar vid varje given tidpunkt och är en funktion av hur mycket sålda säljoptioner vi har i fonden.

Figur 1


Våra räntepositioner hade en stabil positiv utveckling under månaden och bidrog med +0,24 % efter att våra innehav i High Yield obligationer avkastat mycket bra. Våra innehav i övriga räntepapper hade också ett positivt bidrag under månaden. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,25 %. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,48 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 3 månader.

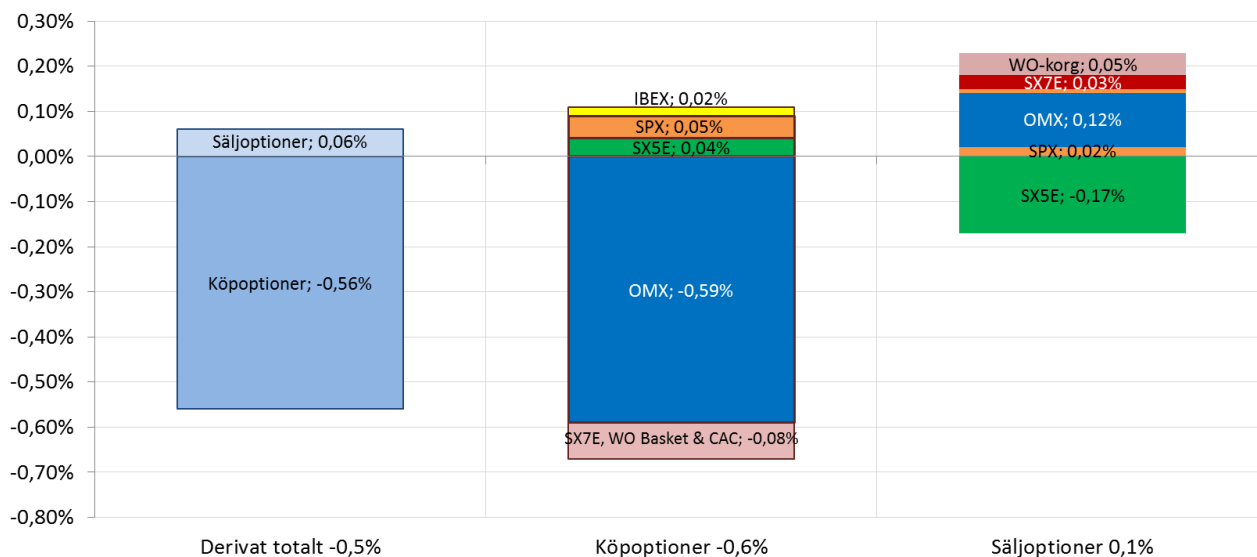
När det gäller våra derivatpositioner hade vi återigen en månad där de underliggande börserna gick i sidled eller neråt överallt förutom i USA. I Sverige hade Stockholmsbörsen en svag månad såtillvida att den tappade mer än 5 procentenheter gentemot USA. Huvudorsaken till denna börsnedgång står att söka ibland annat

Ericssons rapport som var en stor besvikelse. Även AstraZeneca hade stora motgångar i en viktig studie och aktien föll kraftigt. Dessutom förbättrades inte sentimentet i den tunna sommarmarknaden av att det plötsligt uppstod turbulens i svensk politik till följd av regeringens IT-skandal.

Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivatet blev måttliga -0,5 % under juli månad. Den negativa siffran härstammar till största delen från förluster bland köpoptionerna exponerade mot OMX30-indexet. Detta blir effekten då samtliga köpoptioner byggt upp ett positivt värde under det senaste årets börsuppgångar. För våra sålda barriäroptioner steg dock värderingarna mot alla index utom SX5E. Vi tycker att rapporterna som börsbolagen levererat överlag ser starka ut men vi uppfattar att marknaden under juli gått in i ett negativt tolkningsföreträde. Så länge det kraftfulla penningpolitiska stimulanståget tuffar vidare fortsätter nog börsen uppåt precis som den gjort ända sedan finanskrisens dagar. Är man mer pessimistiskt lagd är man nog snarast orolig för en kommande urspårning. Än har vi inte sett några negativa bieffekter alls av all den stimulans (1 800 miljarder i månaden) som pumpas in från centralbankshåll, men att uppmuntra till ännu mer lån i form av ännu lägre räntenivåer på global basis känns inte långsiktigt sunt. Man oroas för hur det kommer att bli vid nästa lågkonjunktur samt hur illa det egentligen är ställt i världens ekonomier eftersom alla dessa stimulanser fortfarande behövs nästan 9 år efter finanskrisen.

Handeln i Crescit har under månaden fokuserats på att rulla ut förfall samt flytta de närliggande förfallen som hade stora positiva värderingar ännu längre in i framtiden. Vi säkrade även hem positiv marknadsvärdering i några positioner under början av juli. Sista veckorna när en del av marknaderna föll kraftigt ökade vi nominalen ytterligare något. Som helhet agerar vi fortsatt defensivt, men utnyttjar den korta skewn, antalet köpoptioner per säljoptioner låg på de högsta nivåerna någonsin i Europa och på rekordnivåer i USA under månaden. Dessa positioner ger oss en bättre följsamhet mot börsen under de närmaste månaderna utan att vi erlägger någon premie. Utrymmet att addera mera risk (erhålla premier) och därmed skapa finansiering för köpta köpoptioner är väsentligt större idag än normalt. Vi välkomnar därför att viss riskaversion infinner sig på aktiemarknaden och hoppas då att det för med sig bättre premienivåer för sålda optioner. I väntan på detta är det mycket viktigt att trenddelen inte blir för kostsam. Därför fortsatte vi även i juli att anpassa och omstrukturera innehaven på trendsidan utifrån den befintliga risken.

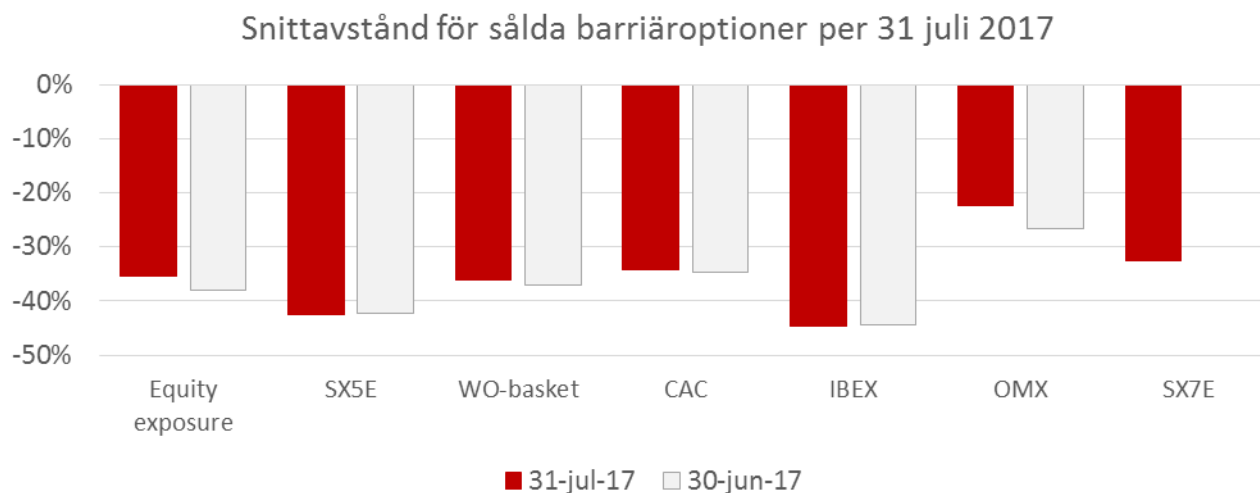
Om vi fokuserar på derivatet i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under juli var negativt med -0,5 %. Marknadsvärdet för köpoptionerna minskade med -0,6 % medan säljoptionerna hade en liten ökning med 0,1 % under månaden.

Figur 2


Tittar vi på enskilda index så kommer det enskilt största negativa bidraget i juli från OMX30-indexet. Totalt stod indexet för -0,59 % i negativt bidrag. När det gäller säljoptionerna stod sig samtliga index (förutom SX5E) starkt främst på grund av att de sålda barriärerna nu befinner sig mycket långt från sina barriärer och en del köpta säljoptioner ökade i värde. Vi gör idag bedömningen att det är större och större sannolikhet varje dag att vi inom en relativt snar framtid kommer att få stigande volatilitet på marknaden och vid det tillfället kommer vi åter att kunna erhålla bättre betalt för att sälja barriäroptioner än vad som nu är möjligt.

Avståndet till våra barriärer för de sålda optionspositionerna minskade något under månaden då vi stängde en del barriärer som var väldigt långt ifrån sina gränsvärden, men nivåerna ligger fortsatt på väldigt betryggande avstånd. Dessa kan i detalj studeras i **figur 3** där även förändringen sedan förra månaden ses. Snittbarriären per den sista juli ligger på -35,3 %, vilket innebär att börserna vi är exponerade emot i snitt kan tappa över -35 % och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från derivaten. Vi har även ett antal sålda barriärer på så kallade "worst-of-korgar". Dessa korgar består av ett antal olika index (normalt 2-4 stycken), där man tar utgångspunkt i det index som presterat sämst. När man identifierat det index som gått sämst görs mätningen ner till barriärnivån.

Balansen i fonden är fortsatt god, tidsvärden på de ställda riskerna i boken som kommer att ticka in i en marknad som går sidledes. Normal känslighet emot stigande börs, en exponering som nästan uteslutande kommer från köpta köpoptioner vilket medför en avtagande känslighet vid fortsatta börsfall. Det faktum att vi är underställda risk medför, vilket vi förklarar ovan, att vi har en markant mindre exponering till trend vilket är intressant då flertalet av trendmodellerna tenderar att återgå till sitt medelvärde efter utstickande rörelser. Vi har med andra ord möjlighet att addera risk i en normalt mycket gynnsam period. Ränteboken har fortsatt kort duration och kort kreditbindning, en stor andel av boken är investerad i korta företagscertifikat.

Figur 3


År	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Hittills i år
2013	-	-	-	0,12%	0,03%	-0,94%	1,03%	-0,47%	1,09%	1,12%	0,75%	0,65%	3,42%
2014	-1,23%	1,97%	0,03%	0,90%	1,17%	-0,11%	-0,50%	1,42%	-0,14%	-0,15%	2,56%	-1,52%	4,40%
2015	2,57%	2,16%	0,35%	-0,65%	-0,49%	-3,05%	2,41%	-4,76%	-1,85%	3,63%	1,89%	-2,77%	-0,96%
2016	-2,67%	0,95%	1,19%	0,09%	0,76%	-0,66%	1,91%	0,18%	-0,23%	-0,21%	-0,31%	1,47%	2,42%
2017	-0,27%	1,88%	1,05%	0,63%	0,15%	-1,57%	-0,31%						1,53%

Jonas & Gustav

Stockholm den 4 augusti 2017